



Después de un mes relativamente tranquilo, notamos que las preguntas claves acerca de la estrategia para preservar el control de CITGO más allá de la protección otorgada por la Licencia General 5A (GL 5A) aún no han sido respondidas. Noviembre finalizó sin que haya señales claras de lo que podría pasar, ya que parece que toda la trama se está desarrollando a las puertas de los tribunales. Lo que sí está claro es que de llegar al 21 de enero sin un acuerdo con los acreedores, quienes defienden los activos venezolanos en los EEUU necesitarán una vez más del apoyo de la OFAC.

Aun cuando damos ese apoyo por sentado para esta oportunidad y esperamos que la licencia sea renovada en enero, mantenemos nuestra opinión de que el gobierno de los EEUU tiene muy pocos incentivos para extender o renovar la vigencia de la licencia por tiempo indefinido, aunque la OFAC seguirá esforzándose por resaltar que ningún acreedor puede en estas condiciones embargar las acciones de CITGO. Los gráficos N°1 y N°2 muestran como los precios mantuvieron una tendencia estable durante noviembre, al cumplirse los primeros 30 días desde la emisión de la GL 5A.

mostrados en la tabla N°1 deben interpretarse con precaución, dado que la información proveniente de Bloomberg ha dejado de ser representativa en la medida que las sanciones impuestas por los EEUU alteraron el mercado, lo que provoca que transacciones relativamente pequeñas causen un impacto significativo en los precios.

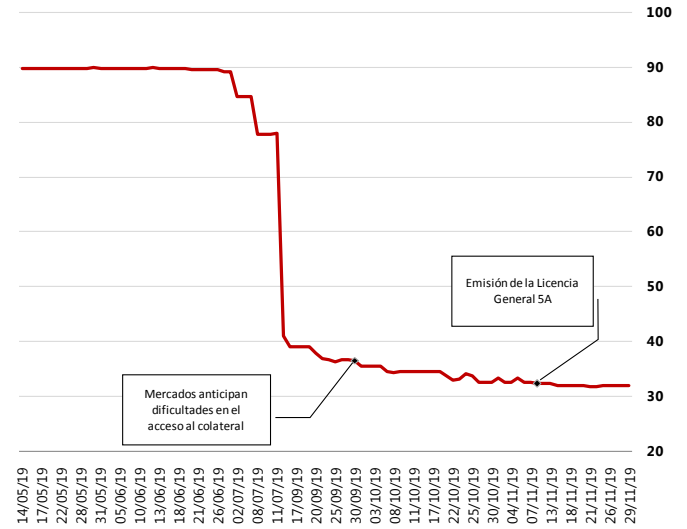


Gráfico N°1: Evolución del precio del bono PVDSA 2020 (may-nov 2019).
Fuente: Bloomberg BGN, Knossos Asset Management.

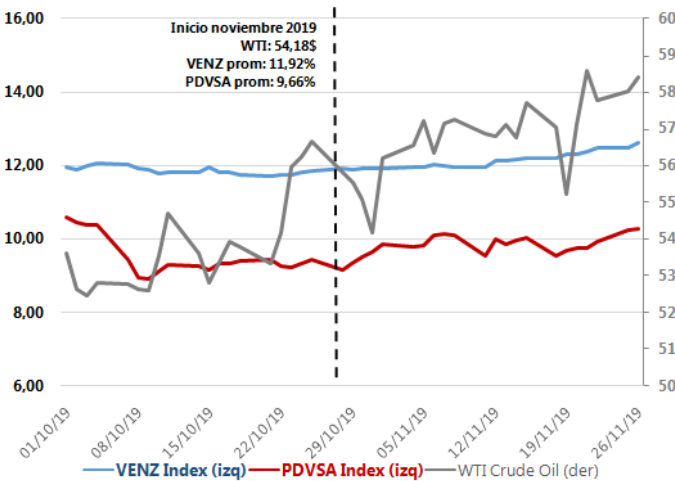


Gráfico N°1: Evolución de índices de precio bonos VENZ y PDVSA vs. Futuros del crudo WTI (oct-nov 2019).
Fuente: Bloomberg BGN, Knossos Asset Management.

Asimismo, se esperaba que el 29 de noviembre se completara el proceso de reducción de peso de la deuda venezolana en los índices de JP Morgan. Cualquier consecuencia de esto ya estaba incluida en los precios de meses previos ya que como se puede observar, no hay ningún movimiento de precios en el mes que indique una reacción derivada de este hecho. Los retornos totales

Security	31/10/2019	29/11/2019	Total Return	Total Return (2019 YTD)
VENZ 6 12/09/20	10,45	11,00	+5,26%	-51,83%
VENZ 12 3/4 08/23/22	10,60	11,90	+12,26%	-50,24%
VENZ 9 05/07/23	10,55	11,40	+8,06%	-50,59%
VENZ 8 1/4 10/13/24	10,50	11,60	+10,48%	-50,78%
VENZ 7.65 04/21/25	10,35	11,45	+10,63%	-49,91%
VENZ 11 3/4 10/21/26	10,55	11,80	+11,85%	-52,78%
VENZ 9 1/4 09/15/27	10,85	11,45	+5,53%	-51,71%
VENZ 9 1/4 05/07/28	10,60	11,85	+11,79%	-48,56%
VENZ 11.95 08/05/31	10,85	11,80	+8,76%	-50,49%
VENZ 9 3/8 01/13/34	10,65	11,80	+10,80%	-57,99%
VENZ 7 03/31/38	10,85	11,30	+4,15%	-51,04%
PDVSA 8 1/2 10/27/20	33,25	31,95	-3,91%	-65,89%
PDVSA 9 11/17/21	6,95	7,90	+13,67%	-57,06%
PDVSA 12 3/4 02/17/22	7,10	7,70	+8,45%	-59,97%
PDVSA 6 05/16/24	7,05	8,00	+13,48%	-46,80%
PDVSA 6 11/15/26	7,00	7,60	+8,57%	-49,35%
PDVSA 5 3/8 04/12/27	6,85	7,60	+10,95%	-49,72%
PDVSA 9 3/4 05/17/35	7,00	8,25	+17,86%	-56,89%
PDVSA 5 1/2 04/12/37	6,85	7,85	+14,60%	-48,05%

Tabla N° 1: Desempeño de los bonos VENZ/PDVSA, octubre 2019
Fuente: Bloomberg CBBT, Knossos Asset Management.

*NOTA: Los retornos fueron ajustados para tomar en cuenta la pérdida del interés devengado tras las resoluciones de EMTA.

También resaltan durante este mes las noticias recientes que apuntan a un ligero incremento de las exportaciones petroleras de la nación. Con respecto a esto, una nota del 6 de diciembre de Reuters señala que la administración de Maduro y algunos representantes de la oposición



estarían considerando otorgar a empresas petroleras privadas los derechos para operar las empresas mixtas con la intención de aumentar la producción a pesar de las sanciones.

Más tarde, el procurador especial Hernández dijo que esto violaría la ley de hidrocarburos vigente, sin embargo esperamos que este sea un tema que siga estando sobre el tapete durante los próximos meses, en la medida que la administración de Maduro sigue explorando vías para mitigar el efecto de las sanciones. En una perspectiva más optimista, entendemos esto como un preámbulo que podría abrir la puerta a una flexibilización de las sanciones para empezar a recuperar la industria. Adicionalmente, si se flexibilizaran las sanciones para el mercado secundario de la deuda creemos razonable esperar una recuperación significativa de los precios de los títulos venezolanos.

Por su parte, el panorama político venezolano está experimentando cierta agitación provocada por potenciales escándalos de corrupción que podrían afectar la popularidad de Guaidó y su capacidad para acumular y retener apoyo de otros partidos políticos, a pesar de que ya está previsto que siga siendo presidente de la Asamblea Nacional para el próximo período de un año, y en ese rol el apoyo que recibe de los EEUU no parece estar en duda. En cualquier caso la oposición ha descartado la posibilidad de llevar a cabo las elecciones para renovar el poder legislativo el año que viene mientras persista el conflicto institucional.

La estrategia venezolana para salvar los activos y lograr la transición: ¿llegó la hora de ajustar las velas?

El año 2019 nos enseñó que *ganar tiempo* es la estrategia preferida por el gobierno interino a la hora de defender los activos de la nación. Sin embargo, creemos que abusar de esta estrategia sin concretar soluciones robustas solo conlleva a un enfrentamiento más hostil con deudores y acreedores. Actualmente CITGO disfruta de una protección especial pero limitada, que no ha evitado que se acumulen las demandas de quienes quieren acceder hacerse con la propiedad de la refinería. El 26 de noviembre Reuters reveló que ConocoPhillips está tratando de acceder a una mejor posición en la fila de los

que esperan para cobrar de CITGO. La compañía introdujo una moción para embargar las acciones de PDV Holdings, la casa matriz de CITGO, después de que PDVSA dejara de enviar los pagos correspondientes a los USD 2.000 millones que le correspondían según el arbitraje de la Comisión Interestatal de Comercio que ganó el año pasado.

A pesar de esto, el 13 de diciembre la corte del Distrito de Delaware suspendió la solicitud de ConocoPhillips y una solicitud previa introducida por Crystallex, cuyo objetivo también son las acciones de PDV Holdings. Se espera que ambos casos se reanuden cuando la Corte Suprema de Justicia de los EEUU adopte una decisión en el caso Crystallex. Estas ventajas (sanciones que protegen a CITGO, órdenes judiciales) no son sostenibles, por lo que el riesgo de enfrentar negociaciones hostiles es real y aumenta con el paso del tiempo.

La paciencia de los aliados también es finita y si los EEUU están considerando cambiar la estrategia para desalojar a Maduro, es relevante tomar en cuenta las declaraciones del Secretario del Departamento de Estado que indican que el apoyo de los EEUU es hacia las instituciones venezolanas, por lo que Guaidó podría eventualmente dejar de figurar en sus objetivos. En ese sentido, podríamos ver nuevos actores emergiendo o asumiendo roles de mayor relevancia en la transición.



Investigación y Estrategia de Inversión

Sandy C. Gómez C.

+58 426 530 5104

Knossos Asset Management

Liberación de responsabilidad - Reporte de deuda Venezuela/PDVSA

Este informe de investigación de deuda no es independiente de la actividad propietaria de la empresa y no está sujeta a todas las normas de independencia y divulgación aplicables a los reportes de deuda proporcionados a inversores minoristas. Aunque el autor cree que sus fuentes son confiables, ni el autor ni Knossos Asset Management garantizan que la información sea completa o precisa. Todas las opiniones expresadas en este mensaje son las del remitente individual en el momento de la publicación y no representan los puntos de vista y la estrategia de Knossos Asset Management, excepto cuando el mensaje indique lo contrario y el remitente está autorizado a declarar las opiniones de dicha entidad. No se trata de una oferta de compra o venta, ni de una solicitud para ofrecer la compra o venta de los valores mencionados. La Firma puede tener posiciones en los valores mencionados y puede realizar compras o ventas de dichos valores con periodicidad en el mercado abierto o de otro modo y puede vender o comprar a sus contrapartes autorizadas dichos valores de forma propietaria; tales transacciones pueden ser contrarias a las recomendaciones de este material. Este material está destinado únicamente a uso institucional y no debe distribuirse, transmitirse ni difundirse de otro modo. Bajo ninguna circunstancia este material está destinado a ser utilizado por cualquier inversor minorista. Información adicional está disponible bajo petición.